



Munich Personal RePEc Archive

# Management and Efficiency of the Economic Policies : The Crisis' Lessons''

Bernard Landais

Université de Bretagne-Sud

1. June 2011

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/31223/>

MPRA Paper No. 31223, posted 8. June 2011 06:45 UTC

# Conduite et efficacité des politiques économiques : les leçons de la crise

## Introduction

Depuis le déclenchement de la crise économique et financière, des millions de pages ont été rédigées pour en décrire les diverses péripéties, en découvrir les causes et conséquences et enfin analyser les mesures prises pour tenter d'y faire face. Cet effort a pris une dimension planétaire, que justifient à la fois le caractère mondialisé des événements intervenus depuis la fin 2007 et l'étendue formidable de la diffusion internationale des idées émises à leur propos.

Pour établir un bilan synthétique de cette immense littérature au profit de nos connaissances courantes nous creusons certains de ses traits remarquables, notamment ceux relatifs aux politiques macroéconomiques et à nos façons traditionnelles de les envisager.

Les politiques économiques portent-elles une part de responsabilité dans la crise ? Les dimensions inhabituelles des phénomènes rencontrés conduisent-elles à remettre en cause les bases théoriques sur lesquelles les interventions des banques centrales et des gouvernements se sont appuyées pendant les événements ou s'appuyaient auparavant ? Quelles indications peut-t-on retenir en termes d'opportunité et d'efficacité des divers types de politiques conjoncturelles envisageables ? Ce sont autant de questions auxquelles nous répondrons par une série de six propositions s'appuyant sur des apports de la littérature et mêlant intimement les aspects théoriques et empiriques. Soyons néanmoins persuadés qu'il s'agit d'une entreprise très incertaine, incomplète et subjective. C'est probablement le prix à payer pour s'avancer vers une synthèse plus compréhensible. Ces six propositions se présentent ainsi :

**La politique monétaire s'est mise à la faute !**

**Les mesures non orthodoxes de politique monétaire sont efficaces mais dangereuses !**

**Poursuivre l'inflation ne peut suffire : viser d'autres objectifs !**

**La politique budgétaire : de la permanence théorique aux incertitudes empiriques.**

**Zone Euro : un problème, la politique monétaire, une solution, la politique budgétaire ?**

**Zone Euro : un autre problème, la politique budgétaire ; une autre solution, la politique monétaire ?**

## **(1) La politique monétaire s'est mise à la faute !**

La crise économique a été l'occasion de mesurer à quel point la politique monétaire pouvait s'avérer efficace tant pour le mal que pour le bien. Voyons d'abord le côté obscur de la force ....

Il est clair désormais que les orientations trop accommodantes prises par la Réserve Fédérale des Etats-Unis et à un moindre degré celles des autres banques centrales ont été co-responsables de la bulle immobilière et des déséquilibres ayant entraîné la crise financière.

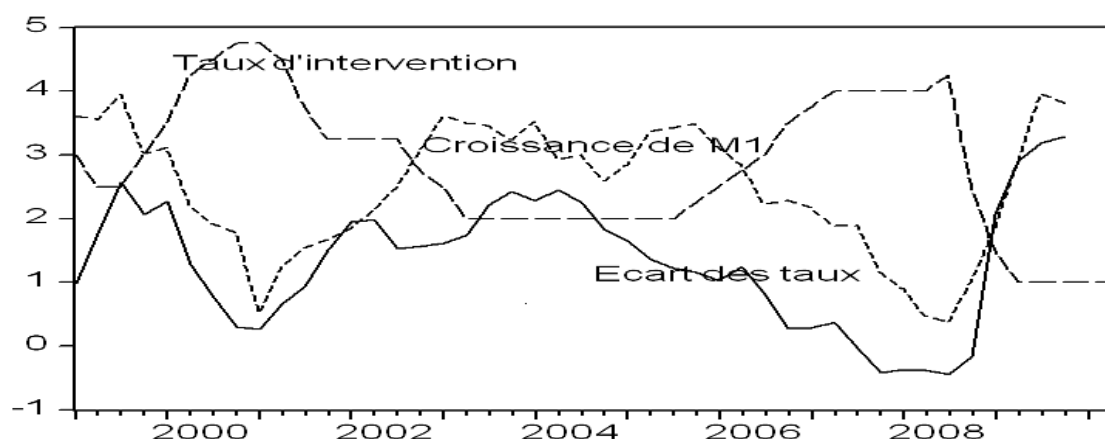
C'est John B Taylor (2009) qui a détaillé les preuves de cette co-responsabilité. Il prétend que la Réserve Fédérale a laissé ses taux d'intérêt d'intervention à des valeurs trop faibles de 2002 à 2005, favorisant ainsi la demande de crédits et alimentant la bulle

immobilière et les excès de consommation. Il en cherche la preuve en calculant l'"écart de Taylor", différence entre le taux d'intérêt effectif fixé par la Fed et ce qu'aurait dû être ce taux selon sa "règle de Taylor". Durant la période 2001-2005, l'écart de Taylor a pris des valeurs négatives. Justifiées en 2001 par la récession et les risques provoqués par les attentats du 11 septembre, elles se sont indûment maintenues par la suite. John Taylor y voit une déviation majeure face aux principes politiques ayant conduit à bénéficier d'une "Grande Modération" entre 1985 et 2007.

Le principe de diffusion aux diverses maturités et d'un segment à l'autre explique que des crédits aient pu alors être accordés à bas prix dans l'ensemble de l'économie américaine avec pour conséquence de gonfler la bulle immobilière, d'accroître tous les endettements et en particulier celui des ménages. Le taux d'épargne s'est effondré, contribuant ainsi au déficit extérieur US, l'un des déséquilibres majeurs de cette époque. Or, c'est en fonction de ces éléments que la crise a éclaté puis s'est développée et répandue dans l'ensemble des économies du monde.

En Europe, cette politique monétaire a-t-elle été trop laxiste durant la période incriminée ? Si l'on retient le critère des intérêts réels courts et certains autres comme la croissance de la masse monétaire et les écarts de taux, la Banque Centrale Européenne donne effectivement l'impression d'avoir relâché sa politique ; le graphique N° 1 le confirme. On y aperçoit tout à la fois la faible valeur du taux d'intervention de la BCE, la forte progression de l'agrégat  $M_1$  entre 2001 et 2006 ainsi que la valeur élevée de l'écart entre les taux longs et courts (de 10 ans et 3 mois respectivement). Cet écart est un indicateur de la facilité de la politique monétaire. La BCE a suivi le mouvement impulsé par la Réserve Fédérale et contribué à alimenter une expansion trop forte du crédit dans sa zone. Sur le moment d'ailleurs, très peu d'observateurs ont signalé cette déviation et y ont trouvé motif à s'inquiéter. Cependant, ces évolutions perverses ont eu des conséquences plus graves pour certains pays, ceux pour lesquels la politique monétaire unique s'est avérée durablement trop accommodante (Irlande, Grèce, Espagne ...)

**Graphique 1** Taux de la BCE, Croissance de  $M_1$  et "Écart de taux" en Zone Euro



Note : la croissance de  $M_1$  et l'écart de taux ont été "normalisés" (divisés par l'écart type). L'échelle de gauche n'a donc de sens direct que pour le taux d'intervention de la BCE.

Que ce soit aux Etats-Unis ou en Europe, la politique monétaire relâchée des années 2002-2005 s'est donc rendue complice de l'accumulation des déséquilibres. Diverses implications caractérisées vont dans ce sens : i) le lien entre les déviations monétaires (par

exemple les écarts de Taylor) et la montée des prix de l'immobilier [Rudiger Ahrend (2008)] ; ii) le lien entre la politique monétaire et la prise de risque par le secteur bancaire que retrace l'étude d'Itai Agur et Maria Demertzis (2010) et de nombreux autres textes ; iii) le lien entre la politique d'aisance monétaire et les bulles boursières, déjà repéré dans les années 90 ...etc.

Mais ce n'est pas tout ! Sur le chemin qui mène à la récession, on peut soutenir qu'ensuite, le durcissement monétaire a tenu un rôle majeur dans le déclenchement de la crise financière et la baisse de la production.

## **Le durcissement**

Venant après une expansion trop forte, la politique restrictive rend le crédit moins facile et retourne les anticipations, allumant ainsi le processus récessionniste. C'est ce qui s'est passé au cours des années 2004 à 2007 mais de façon trop peu visible sur le moment. Certes, la hausse des taux d'intervention des banques centrales ne s'est pas immédiatement transmise aux crédits à échéances plus longues, les prêts à long terme demeurant bon marché dans un premier temps (le fameux "conundrum" d'Alan Greenspan). Néanmoins, au delà des apparences, le ralentissement était bien commencé. Pour le comprendre, on peut suivre la théorie moderne de l'écart de taux, tirée des travaux de Tobias Adrian et Alii, de la Banque de Réserve Fédérale de New-York (2010). Commencant sa baisse dès 2005, l'écart de taux entre les crédits à 10 ans et les prêts à 3 mois devient négatif en 2006 annonçant ainsi la survenance d'une récession [Voir aussi David Wheelock et Mark Wohar (2009)]. Or la liaison négative entre la valeur du taux d'intervention de la Fed et l'écart de taux est directe et hautement significative.

Ce point a été examiné pour la Zone Euro avec les mêmes conclusions [Voir Bernard Landais (2010)]. Si l'on se réfère au graphique 1 ci dessus, le retournement politique est d'ailleurs bien situé dans le temps, la BCE ayant augmenté son taux principal à la fin de 2004, au grand dam des responsables politiques de l'époque. On voit l'écart de taux amorcer sa décrue en fin 2004 et parvenir aux valeurs négatives au milieu de l'année 2007. Le durcissement monétaire est également bien reproduit dans l'évolution de croissance de l'agrégat monétaire  $M_1$  dont l'évolution suit celle de l'écart de taux avec un décalage de l'ordre d'un an. La BCE s'est entêtée à renforcer son orientation restrictive au delà du raisonnable, en portant ses conditions jusqu'à 4,25 % en juillet 2008.

**Ainsi, dans les épisodes où elle est impliquée, la politique monétaire a fait la preuve de sa redoutable efficacité, favorisant à la fois l'émergence de la bulle financière et son éclatement vers la récession.**

## **(2) Les mesures discrétionnaires non orthodoxes de politique monétaire sont efficaces mais dangereuses !**

Dans l'un de ses articles, Frédéric Mishkin (2010) conclut de la façon suivante : *"Il y a un autre ensemble de bonnes nouvelles apportées par la crise. La politique macro monétaire est devenu une sorte d'enfer plus passionnant (...) Elle a aussi rendu le travail des banquiers centraux bien plus excitant. Ils ont désormais à penser à un ensemble de problèmes de politique bien plus large que précédemment. Ce sera sûrement épuisant mais banquier central sera une profession beaucoup plus stimulante"*.

Le caractère jubilatoire de cette citation peut paraître incongru mais il se justifie par le désir obsessionnel des banquiers centraux de s'affranchir des règles opérationnelles que leur proposaient naguère les analyses théoriques de la politique monétaire. Jean Claude Trichet (2010) a exprimé une opinion similaire justifiée par la montée et le maintien de l'incertitude. Comme le fait remarquer John B Taylor (2010-212) le balancier "règle-discrétion" penche à

nouveau dans le sens d'une politique monétaire de plus en plus discrétionnaire. La crise, en créant des conditions d'urgence et une perte d'efficacité des mesures traditionnelles de pilotage des taux d'intérêt, a donné aux banquiers centraux l'occasion de déployer leurs talents et leur a permis de s'émanciper des règles implicites ou explicites censées les contraindre. **Dans l'ensemble, cette nouvelle poussée d'empirisme s'est révélée bénéfique pour affronter les événements mais elle comporte aussi beaucoup de dangers et si elle se maintenait, aurait sans doute de fâcheuses conséquences pour l'avenir.**

Les banques centrales ont été placées dans l'obligation d'aller au delà des mesures traditionnelles. Celles-ci consistent à fixer un taux d'intervention permettant de conduire les taux courts sur les marchés puis, de proche en proche, en empruntant divers chemins, d'orienter l'ensemble des conditions économiques et financières dans le sens souhaité. Les diverses échéances étant liées entre elles par les arbitrages et les anticipations à moyen et long terme, une action d'assouplissement monétaire traduite par une baisse du taux d'intervention a un effet de relance sur l'activité avec un retard assez long et variable d'environ un an. L'impact sur le taux d'inflation est aussi différé, la plupart des banques centrales situant le délai aux alentours de deux ans. Ainsi, en période normale, une banque centrale qui cherche à maximiser une fonction d'utilité comportant deux objectifs de stabilité des prix et de stabilité réelle doit utiliser ses instruments à l'avance mais parvient sans doute à ses fins à l'aide des instruments traditionnels de taux d'intérêt.

Il n'en n'est plus de même en cas de crise économique et financière et ce pour trois raisons. La première c'est le risque d'un effondrement financier qui se présente très vite ; lutter contre cette perspective devient alors la tâche la plus urgente de la banque centrale. Elle doit ranimer les marchés de liquidité à court terme et souvent se substituer à ceux qui sont coincés en approvisionnant banques et opérateurs financiers en liquidités. La deuxième raison c'est qu'avec la force des vents récessifs et la menace des effets cumulatifs que Frédéric Mishkin (2009) appelle le "risque macroéconomique" (ou accélérateur financier en mode négatif) l'action des banques centrales doit être massive et vite décisive. On peut certes descendre les taux d'intervention jusqu'au niveau zéro mais compte tenu des délais d'impact, il n'est pas sûr que cette descente suffise à éteindre l'incendie financier et à contrer les vagues de pessimisme débouchant sur la récession. La troisième raison, c'est que de toute façon, lorsque la limite des taux nominaux nuls est atteinte, il faut bien trouver des méthodes non orthodoxes pour assurer le relais des actions classiques.

Les actions non orthodoxes court-circuitent les mécanismes de transmission traditionnels ou les remplacent quand ils ne fonctionnent plus. Dans une interprétation en termes de taux d'intérêt réels anticipés "comptant pour la dépense", elles constituent le moyen de les faire baisser assez vite et sans que l'on touche au taux d'intervention nominal. Pour le voir, partons d'une équation simple empruntée à Peter Howells et Iris Biefang-Frisancho Mariscal (2010) :

**Taux réels anticipés à moyen ou long terme = Taux nominal d'intervention + prime de terme et de risque – anticipations d'inflation à moyen et long terme**

Lorsque les taux nominaux butent sur la valeur 0, on peut toujours provoquer une élévation des anticipations d'inflation à moyen et long terme ; on a aussi la possibilité de faire baisser la prime de terme et de risque en agissant directement sur les marchés d'obligations et des titres publics ou privés pour des échéances longues. C'est ce qu'ont fait les banques centrales depuis 2007. Leurs achats, accompagnés d'une création de monnaie de base et de la progression spectaculaire des bilans, semblent avoir contribué à :

- suppléer puis rétablir les marchés interbancaires. Les indicateurs de stress financier, par exemple l'écart entre l'EURIBOR et l'OIS (Overnight Indexed Swap), ont progressé

jusqu'en septembre 2008 puis explosé de septembre 2008 à mars 2009. La politique menée par la BCE a permis ensuite de les faire baisser et de les stabiliser. Des résultats similaires ont été enregistrés ailleurs, l'effondrement du secteur bancaire ayant heureusement été évité.

- par des achats directs, valoriser les titres détenus par les organismes financiers et consolider l'actif de leurs bilans en écartant ainsi le spectre de l'insolvabilité.
- éviter le risque de déflation ; un passage par une inflation négative renforce considérablement la valeur des taux réels d'intérêt, alourdit les dettes et contribue à rendre la dépression plus grave, selon des enchaînements que mit jadis en lumière Irving Fisher. Or dans les années récentes et comme le confirme ci-après le Graphique 2 pour la Zone Euro, les taux d'inflation sont redevenus assez rapidement positifs.
- maintenir approximativement les anticipations d'inflation, ancrées autour de la valeur objectif, soit 2 %. Les enquêtes d'opinion confirment ce résultat, dont la portée est mesurée par l'équation présentée plus haut. Le fait d'affirmer haut et fort la poursuite d'une politique de bas taux d'intervention pour les périodes futures ainsi que la constante disponibilité des politiques de "Quantitative Easing" aboutissent à cette performance.

Mais divers éléments plus inquiétants révèlent l'ambiguïté des mesures non orthodoxes.

En 2007-2008, la Réserve fédérale des Etats-Unis a présidé au sauvetage de certaines banques ou institutions financière mais a laissé sombrer Lehman Brothers et quelques autres, sans s'expliquer vraiment sur ses choix et sans qu'en soit perçue la logique. Ce danger d'incohérence est inhérent à la pratique discrétionnaire. Il peut se retrouver à tout moment, si par exemple, une banque comme la BCE venait au secours d'un Etat de la Zone Euro et refusait d'en soutenir un autre avec des conditions semblables. Se posent alors le problème de la communicabilité des actions et celui de leur transparence, avec comme corollaire l'extrême nervosité que ce type de politique entraîne dans les institutions ou les marchés financiers, au gré des rumeurs.

On peut aussi penser que les initiatives hardies s'apparentant à ce que la théorie monétaire appelle des "surprises" auront de moins en moins d'impact au fur et à mesure qu'elles se banaliseront. Par exemple, les politiques de "Quantitative Easing" menées un premier temps aux Etats-Unis n'ayant pas eu d'effet suffisant, il est apparu nécessaire d'en prévoir une deuxième fournée (QE2). Que se passera-t-il si l'impact obtenu est encore une fois décevant ?

Le risque est encore que ces politiques monétaires non orthodoxes deviennent permanentes et en quelque sorte la façon ordinaire de mener la politique monétaire. Le cas du QE 2 est plutôt révélateur dans la mesure où la croissance réelle américaine prévue en 2011 s'établissait fin 2010 aux alentours de 3 %, c'est à dire une prévision de progression appréciable sinon suffisante pour abaisser le taux de chômage. Que dans ce contexte, la banque centrale se sente obligée de faire "quelque chose" par 600 milliards de \$ de création monétaire nouvelle est un signe inquiétant. Dans le cas de la BCE, la stratégie de rachats de titres publics, mal supportée par ses dirigeants au cours de l'automne 2010, a été reconduite et développée en fin d'année sous la pression de la crise irlandaise. La BCE a même dû montrer des signes extérieurs d'enthousiasme et de persévérance pour rassurer les marchés. Une question se pose alors : les politiques non orthodoxes sont-elles réversibles et comment peut-on les anticiper clairement en harmonie avec les mesures plus classiques de taux d'intérêt ?

De plus, la politique monétaire ne doit pas être confondue avec la politique budgétaire ou la politique industrielle. Les actions d'achats de titres privés et publics à moyen et long terme "mouillent" la banque centrale dans des opérations à caractère sectoriel (par exemple les achats de titres représentatifs de crédits immobiliers ou supportant tel ou tel secteur industriel). Dans la Zone Euro, la BCE devient partie prenante à la politique budgétaire des pays membres et le partenaire obligé des négociations visant à remettre de l'ordre dans leurs

finances publiques ou d'instaurer un pacte de stabilité plus crédible. Comme son homologue américaine, elle y joue donc une part de son indépendance. On l'a bien vu ce printemps 2011 lorsque l'ancien Ministre Irlandais des Finances, Brian Lenihan, a accusé la BCE de s'être montrée insistante et partielle lors du sauvetage financier de novembre 2010.

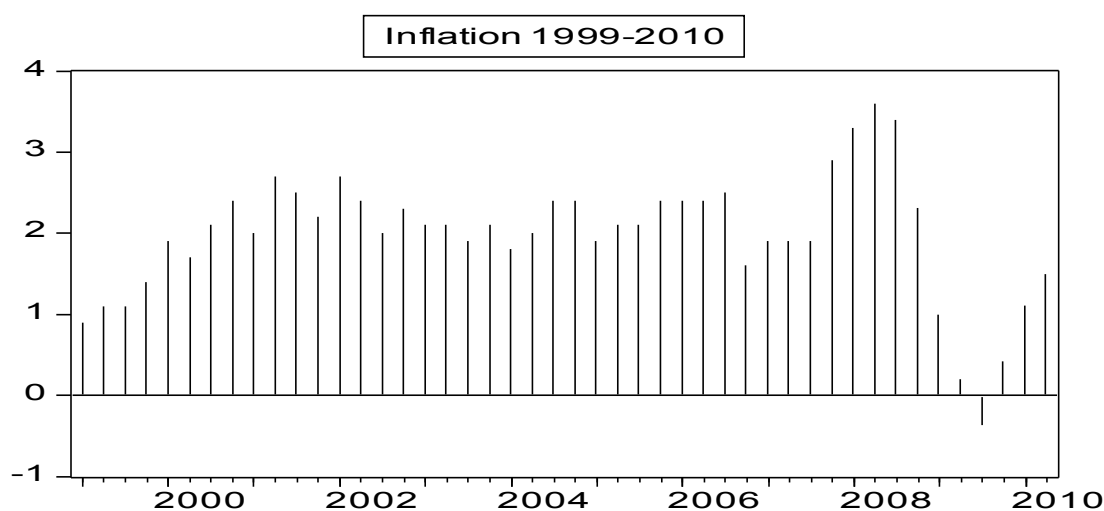
Enfin, toutes ces politiques non orthodoxes ont pour conséquence de créer des problèmes de hasard moral ; on le voit évidemment lorsqu'on fait voler en éclat la clause de "non secours" dans l'espace européen ou quand s'impose le principe "trop grand pour faillir". Les politiques non orthodoxes consistent apparemment à venir au secours des décideurs les plus coupables de négligence, que ce soient les banques ou les Etats et plus ou moins proportionnellement à l'étendue de leurs inconséquences. Elles contribuent à maintenir ou gonfler l'endettement quand celui-ci est déjà excessif et dans les secteurs où il a déjà causé le plus de dégâts [voir Douglas Diamond et Raghuram Rajan (2009)].

**Ces considérations négatives aboutissent à préconiser sinon la suppression des mesures non-orthodoxes, du moins leur confinement dans des situations d'urgence de risque financier avéré, ainsi que la mise en place d'une procédure crédible de retrait progressif des actions en cours. Leur maintien comme mode d'action normal risquerait de remettre en cause la transparence et la crédibilité de la politique des banques centrales ; et de détruire les acquis opérationnels des dernières décennies.**

### **(3) Poursuivre l'inflation ne peut suffire : viser d'autres objectifs !**

Des politiques monétaires mal avisées ont été menées alors même que les engagements classiques des banques centrales semblaient avoir été respectés. Lorsqu'on se reporte aux années cruciales 2001-2005, on note le succès des banques centrales dans le domaine de la stabilité des prix et même dans celui de la stabilisation à court terme de l'économie. L'inflation américaine a pris des valeurs toujours inférieures à 3,3 % (maximum observé en 2005 et 2006) et la croissance économique a été à la fois forte et régulière depuis la récession de 2001.

**Graphique 2      Performance de stabilité des prix (Zone Euro)**



Côté européen, où les traités fixent à la BCE l'objectif unique de stabilité des prix, la performance globale a été remarquable et l'objectif de 2 % d'inflation sinon atteint du moins approché dans toutes ces années d'avant la crise (Graphique 2). Les dépassements de 2007 et 2008 s'expliquent par la hausse des prix pétroliers et ne concernent pas l'inflation sous-jacente.

Selon les enseignements de la nouvelle synthèse néo-classique, certains ont prétendu qu'en recherchant la stabilité des prix on obtenait de surcroît la stabilité réelle ; il faut bien convenir que l'expérience de la "Grande Modération" a paru un temps leur donner raison. Pourtant, en dépit de ses succès, la politique monétaire a permis, voire préparé l'émergence des forces conduisant à la crise. La simple poursuite de la stabilité des prix ne suffit pas à écarter les dangers d'instabilité qui menacent l'économie mondiale. C'est un point souligné jadis par la théorie Hayekienne des cycles et manifestement perdu de vue au cours de la dernière décennie. L'illusion caressée d'obtenir la stabilité financière ou réelle par la seule recherche de la stabilité des prix s'est donc dissipée ; et avec elle, l'idée de ciblage strict d'inflation ! En conséquence, les objectifs des banques centrales doivent être redéfinis et diversifiés.

Il s'agit avant tout d'éviter les poussées spéculatives et plus généralement le développement de déséquilibres insoutenables. D'abord, les tensions de ce genre doivent figurer comme argument dans les "fonctions objectif" des banques centrales, avec le taux d'inflation et l'écart de production, pour représenter la stabilité réelle à moyen et long terme ; elles doivent aussi apparaître dans leurs "fonctions de réaction" aux côtés de l'inflation prévue. Certes, jusqu'à présent, les banques centrales se préoccupaient parfois des valeurs d'actifs mais à l'intérieur d'un dispositif orienté vers la stabilité des prix à moyen terme et seulement dans la mesure où les poussées spéculatives font croître les prévisions d'inflation future. Aussi, à moins d'imaginer qu'une pratique rigoureuse de la règle de Taylor puisse conduire à elle seule à juguler les menaces pesant sur la stabilité à moyen terme, conclusion implicite tirée des déviations relatées par John Taylor entre 2002 et 2005, il nous faut accepter la modification des fonctions de réaction des banques centrales.

Depuis quelques années, on débat pour décider si les banques centrales doivent "prévenir ou guérir" ("lean or clean") les bulles spéculatives en formation et la montée des risques financiers c'est à dire s'y opposer en allant à contre courant des marchés ou attendre leur éclatement pour en atténuer les conséquences. Mais l'alternative proposée est viciée à la base dès lors que la politique monétaire concourt elle-même aux forces de déséquilibre ; elle est donc impliquée d'emblée et la banque centrale ne peut s'exonérer en prenant une posture d'intervenant extérieur. De plus, la perspective d'un traitement a posteriori (clean) associée à la "Doctrine Greenspan" a l'inconvénient majeur d'encourager les prises excessives de risques de la part des acteurs financiers, banques et investisseurs. Enfin, les mesures prudentielles et réglementaires pour le secteur bancaire et financier risquent fort de ne pas suffire à endiguer les évolutions dangereuses. La genèse et le déroulement de la crise récente ont donc manifestement tranché en faveur de la première option. Dès lors se posent deux questions : contre quoi doit-on précisément lutter et comment le faire ?

Répondre à la première est moins facile qu'il n'y paraît car il ne s'agit pas simplement de cibler les poussées spéculatives classiques à la Bourse ou dans l'immobilier mais aussi les divers déséquilibres macroéconomiques à l'origine des crises ou susceptibles de leur faire prendre un tour catastrophique : insuffisance d'épargne nationale ; déficits et endettements publics ; déficits et endettement extérieurs ; risques et fragilité associée aux "caractéristiques pro cycliques endémiques du système financier" selon les termes employés par William White (2006) mais encore : déséquilibres relatifs entre pays constituant des zones d'intérêts monétaires et commerciaux et que vient lier entre eux des imbrications financières. Cette gamme de déséquilibres possède néanmoins un point commun : la montée de l'endettement et des risques associés. Frédéric Mishkin (2010) souligne le fait en distinguant entre les bulles d'actifs "irrationnelles" que le crédit n'alimente pas et les bulles conduites par le crédit. Il prétend que les deuxièmes sont beaucoup plus dangereuses que les premières et appellent une réaction. Il cite trois manifestations périlleuses de ce phénomène : l'expansion des dettes, la croissance du risque mal compensé par des primes correspondantes et un plus fort effet de



levier pour les institutions financières. Jean-Claude Trichet (2010) a repris intégralement cette analyse en l'appliquant aux ratés de la reprise économique au premier semestre 2010. Au plan macroéconomique, la montée de l'endettement privé et public est un phénomène qui marque les périodes précédant les crises. Tantôt les agents privés s'endettent à l'excès ("subprimes", emprunts immobiliers plus classiques, emprunts pour l'investissement des entreprises) sous l'effet d'une euphorie qu'alimente une surévaluation de leurs revenus ou profits futurs, tantôt les Etats développent des déficits excessifs aboutissant à des dettes publiques de moins en moins soutenables.

Ceci nous permet d'envisager des réponses à la deuxième question. Trouver des indicateurs que la banque centrale pourrait utiliser, voire même les suivre comme cibles intermédiaires dans une stratégie délibérément plus complexe que le ciblage de l'inflation prévue. On pense en premier lieu aux "indicateurs d'écarts de crédit" tels qu'en ont proposés Claudio Borio et Philip Lowe (2002). Ils insistent sur le **niveau de crédit** atteint et le comparant à une évolution tendancielle de longue période, ils considèrent que des dépassements prolongés au delà d'un seuil de + 5 % fait beaucoup croître la probabilité d'une crise bancaire. Leurs idées ont inspiré une recherche de cet "écart de crédit" dans la période 2002-2008, montrant qu'aux États-Unis ce seuil de 5 % avait été constamment dépassé durant la période (Bahrat Trehan 2009). De façon plus générale, Moritz Schularick et Alan M Taylor (2009), étudiant douze pays développés après la deuxième guerre mondiale, ont montré que les expansions de crédit, plus que les expansions monétaires, sont à l'origine des crises financières.

Dans ce contexte et pour en rester au cas européen, il conviendrait de repenser le "pilier monétaire" que la BCE utilise pour éclairer sa stratégie. Jordi Gali (2010) en suggère la transformation en "pilier de stabilité financière", l'évolution des crédits remplaçant celle des agrégats monétaires de type M3 (dont le suivi lui paraît peu convaincant). L'objectif visé se déplacerait lui-même de l'inflation à long terme vers la stabilité financière. Rien n'empêche par ailleurs de recycler la croissance de la masse monétaire comme l'un des éléments de l'autre pilier. On aboutirait ainsi à un dispositif à deux vitesses décalé de celui de Stefan Gerlach : l'objectif de stabilité des prix et de stabilité réelle à court terme serait pris en charge par un premier pilier réel et monétaire et l'objectif de stabilité financière ou plus généralement "anti-crise", associé aux écarts de crédit.

**Une autre réponse possible serait de suivre le déficit de la balance courante.** On se rappelle en effet que ce dernier a pour équivalent l'excès d'investissement national sur l'épargne nationale, ce qui met en cause tout à la fois l'évolution des endettements public et privé. Un maintien prolongé des déficits courants signifie donc un recours excessif à l'emprunt. Certes, l'évolution de cette grandeur ne peut être scrutée telle quelle puisqu'elle dépend aussi de facteurs de longue période (une croissance de rattrapage qui peut être considérée comme saine). On peut multiplier les exemples de dépassements avérés, le plus connu étant sans doute celui des États-Unis, de leur épargne nationale insuffisante et de leur endettement privé croissant ; les cas irlandais, espagnol, grec et portugais sont tout aussi spectaculaires. Jean Luc Proutat (2011) fait justement observer que les pays ayant actuellement les plus grandes difficultés de dettes souveraines sont ceux qui subissaient des déficits extérieurs excessifs durant les périodes précédentes. Les marchés de dettes publiques et privées ont des frontières poreuses. Dans un travail consacré au paradoxe de Feldstein-Horioka, j'ai eu l'occasion de montrer [Bernard Landais (2009)] que pour les pays déficitaires cités, une divergence brutale entre l'investissement national et l'épargne nationale s'est produite depuis la fin des années quatre-vingt dix, bien au delà de ce qui peut être toléré pour des économies en voie de convergence.

**Les réponses techniques ne sont pas encore disponibles mais la pertinence d'inscrire séparément un objectif d'endettement ou de déséquilibre modéré, appuyé sur**

**l'une ou l'autre des mesures proposées dans la littérature s'avère une des leçons majeures à tirer de cette crise.**

#### **(4) La politique budgétaire : de la permanence théorique aux incertitudes empiriques !**

Aux premiers temps de la crise économique et financière, dès 2008 aux Etats-Unis et fin 2008 en Europe, la mise en œuvre d'une vigoureuse politique budgétaire discrétionnaire est apparue nécessaire. Il s'agit là d'un retournement, surtout d'un point de vue académique. Depuis plusieurs décennies en effet, régnait un consensus théorique articulé sur deux propositions : **1) les variations des grandeurs budgétaires et fiscales exercent un effet de stabilisation automatique profitable qu'il convient de laisser jouer chaque fois que possible ; 2) la politique budgétaire discrétionnaire est peu puissante, difficilement praticable et souvent inutile.**

La rupture s'est produite essentiellement chez les hommes politiques qui ont rejeté le point 2 : certains d'entre eux n'ont guère eu le choix et ont dû accorder des garanties à leurs banques mises à mal par la crise financière, allant parfois jusqu'à les nationaliser. Les responsables ont également pu considérer qu'ils devaient "faire quelque chose" pour rassurer des opinions publiques désorientées. Ils ont alors été conduits à mettre en musique le "retour de l'État" et à réhabiliter les idées keynésiennes. Cette posture pouvait tenter particulièrement les gouvernements de la Zone Euro, dépourvus d'un outil monétaire national indépendant. Enfin, on a pu douter de l'efficacité de la politique monétaire, la baisse souhaitable des taux d'intervention risquant de buter assez vite sur la limite zéro des taux nominaux ; certes, par la suite, ce doute a été levé grâce aux politiques monétaires non orthodoxes mais ce n'était pas un fait acquis au début de la crise.

Ainsi, des paquets de mesures budgétaires et fiscales ont été préparés en concertation, chaque pays étant invité à participer à la relance mondiale. Une liste des plans durant les années 2009 et 2010 nous est proposée par Tobias Cwik et Volker Wieland (2010-204) pour la Zone Euro. Compte tenu à la fois les mesures fiscales et de dépenses publiques, leur ampleur varie d'un pays à l'autre, plus forts en Espagne et en Allemagne (2,44% et 1,58% du PIB respectivement pour 2009) qu'en France (0,87%) ; hors Zone Euro, le Royaume Uni a mis en place un plan de l'ordre de 1% du PIB et les Etats-Unis d'environ 2%, la Chine atteignant 7% pour cette même année. Des dispositifs de plus faible importance ont été programmés en Europe pour 2010, la relance étant limitée d'emblée à ces deux années. A l'inverse, les Etats-Unis avaient prévu de prolonger leur plan jusqu'en 2012 (ce qui n'est pas le cas finalement). Si dans l'ensemble la crise a incité les pays à engager une politique discrétionnaire contra cyclique, il y a eu des exceptions. Ainsi, sous la pression de leurs dettes, L'Irlande, la Grèce et quelques autres ont adopté dès le départ une politique pro cyclique de baisse des dépenses et de hausse des prélèvements.

**A l'heure des premiers bilans, des interrogations demeurent quant à l'efficacité de ces politiques budgétaires discrétionnaires. Les deux piliers du consensus d'avant crise ne sont pas sérieusement ébranlés et les éléments théoriques qui le fondent sortent plutôt renforcés des événements récents.**

#### **Stabilisation automatique**

La crise a renouvelé l'intérêt pour la stabilisation automatique ; on sait que la stabilisation automatique opère en récession parce que la baisse de l'activité et des revenus réduit les recettes d'impôts et accroît certaines dépenses de transferts, dans le domaine social notamment. Il en résulte une érosion du solde budgétaire, indépendante de décisions

conscientes des pouvoirs publics et seulement due aux dispositifs fiscaux et sociaux en vigueur. Les agents économiques en bénéficient par un maintien partiel de leur revenu disponible ; dans la mesure où leur demande de biens de consommation est stabilisée, cela favorise la stabilité de la production et de l'emploi. Ces mécanismes sont acceptés par une majorité d'économistes et leurs études pour les pays de l'OCDE évoquent une réduction autour de 40% des fluctuations du produit intérieur brut [Xavier Debrun et Rhadika Kapoor (2010)].

Mathias Dolls, Clemense Fuest et Andreas Peichl (2010) décomposent le processus en calculant d'abord l'effet de stabilisation des revenus puis celui qui s'ensuit pour la demande globale. Dans le cas de l'Union Européenne, les deux effets figurent à hauteur de 38% et 30% respectivement. Les chiffres américains sont un peu plus faibles (32% et 20%) les consommateurs américains étant considérés comme moins "keynésiens" (contraints) que ceux de l'Union Européenne.

Les travaux récents [Antonio Fatas et Ilian Mihov (2009)] confirment que la stabilisation automatique est effective, avec une corrélation internationale négative entre la sensibilité nationale des soldes budgétaires et la volatilité du produit ; par exemple, l'Allemagne, les Pays Bas et la Belgique dont les sensibilités sont les plus fortes sont également les pays les plus stables. A côté de la part de l'État, la progressivité des systèmes fiscaux, la couverture sociale en basse conjoncture et la part des consommateurs "contraints" par leur revenu disponible expliquent les différences nationales observées.

Selon les plans établis par les pays du G20, l'ampleur des déficits supplémentaires attendus pour l'année 2009 avoisinait 4,5% de PIB. La prévision relative des deux catégories d'action budgétaire tablait sur 1,5% pour la politique discrétionnaire contre une évolution automatique de l'ordre de 3%. C'est dire l'importance relative de cette dernière, du moins dans les évaluations faites au début de la récession.

A notre niveau, nous cherchons à préciser la sensibilité des soldes budgétaires de 16 pays (14 pays européens plus le Japon et les États-Unis) en soulignant le fait que la stabilisation automatique n'est pas instantanée ; on peut observer la réaction des soldes sur une période habituelle de deux ans ; de nombreux impôts ne sont perçus qu'avec retard (exemple de l'impôt sur le revenu) et les dispositifs sociaux sont parfois lents à opérer. Le Tableau (I) ci-dessous reprend les principaux résultats trouvés à l'aide de données portant sur les dernières décennies selon le modèle suivant :

$$\text{Solde budgétaire}(t) = \beta_1 + \beta_2 dq(t) + \beta_3 dq(t-1) + \varepsilon_t$$

où  $dq(t)$  et  $dq(t-1)$  représentent le taux de croissance du PIB réel en année  $t$  et  $t-1$

La sensibilité totale du solde (exprimée en points de PIB) peut donc être mesurée par la somme des deux paramètres estimés de cette relation. Ainsi, pour la France, une récession caractérisée par une croissance de 4 points inférieure à la normale (ce qui correspond en gros à la réalité) provoque une détérioration mécanique du solde budgétaire de l'ordre de 2 points de PIB la première année et de 2,4 points de PIB l'année suivante.

Ici, l'information la plus intéressante est le fonctionnement décalé (ou étalé) de la stabilisation automatique. Ainsi, au cours de la crise récente, l'année 2009 n'a pu en bénéficier à plein, en raison de la soudaineté de la récession, commencée seulement fin 2008 (sauf aux USA). L'impact de celle-ci sur le solde budgétaire s'est au contraire marqué plus complètement en 2010 ce qui, parallèlement aux politiques discrétionnaires, a renforcé la montée des dettes publiques au mauvais moment.

<b>Tableau I Sensibilités des soldes budgétaires aux fluctuations du produit</b>					
	$\beta_2$	$\beta_3$		$\beta_2$	$\beta_3$
ALL	0.31**	0.26**	IRL	0.49**	0.35**
AUT	0.18	0.17	ITA	0.36**	0.14
BEL	0.41**	0.15	JAP	0.52**	0.54**
DAN	0.22**	0.39**	PBA	0.37**	0.35**
ESP	1.20**	0.52*	POR	0.17	0.26
FIN	0.31**	0.43**	RU	0.23*	0.33**
FRA	0.47**	0.60**	SUE	0.26*	0.40*
GRE	0.71**	-0.31	USA	0.31**	0.40**

Jusqu'à présent, il n'existe pas de travaux statistiques ayant mesuré *a posteriori* la contribution de la stabilisation budgétaire automatique au cours de la crise récente mais la plupart des observateurs ne la remettent pas en cause. Néanmoins, nous devons aussi tenir compte des conséquences dommageables du creusement spontané des déficits dans de nombreux pays ayant déjà accumulé une dette publique élevée. La dérive automatique des soldes budgétaires en 2009 et 2010 ainsi que l'effet "boule de neige" anticipé du service des dettes, ont accentué les craintes relatives à la soutenabilité des positions budgétaires et aggravé les tensions graves sur les marchés financiers en 2010. L'efficacité stabilisatrice de la politique budgétaire prise globalement en a été affectée car les dépenses de consommation sont en partie conditionnées par les anticipations de revenus nets futurs.

### **La politique discrétionnaire**

Le bilan des mesures discrétionnaires décidées en 2008 et 2009 est particulièrement délicat à établir. De nombreux travaux de simulation ont été entrepris *a priori* à l'aide de modèles de différents types mais les valeurs de multiplicateurs qu'ils fournissent ne font que refléter leur mode de construction. C'est ainsi que, sans surprise, les modèles d'obédience keynésienne traditionnelle, souvent privilégiés par les gouvernants, ont prévu que les paquets de mesures budgétaires auraient des effets sensibles sur l'activité et l'emploi dans la période de récession ou de reprise, avec des multiplicateurs pouvant monter jusqu'à 3 (pour un surcroît de dépenses publiques dans un contexte "anormal" de rationnement du crédit).

D'autres modèles inspirés de la "nouvelle synthèse" néo-classique (ou néo-keynésienne) prévoient des impacts beaucoup plus faibles, le plus souvent inférieurs à 1. Tobias Cwik et Volker Wieland (2010) ont comparé pour l'Union Européenne les résultats de simulations à partir de divers modèles. Partant des programmes de relance budgétaire prévus en 2009, ils font apparaître des effets d'éviction sensibles sur l'investissement et la consommation privés, plus forts à moyen qu'à court terme et systématiques quand les prévisions sont faites à partir des modèles néo-keynésiens intégrant des comportements prospectifs. La seule exception d'effet d'entraînement positif est constatée pour le cas du modèle élargi de la BCE dont les caractéristiques sont clairement keynésiennes (non

prospectif). Le multiplicateur final à très court terme oscille entre 0,74 et 1,31 à l'horizon d'une année et entre 0,57 et 0,86 à l'horizon de quatre ans (pour 2013).

Enfin, les tenants de l'analyse néoricardienne, tels Robert Barro (2010), ont prétendu ne pas pouvoir compter sur des valeurs supérieures à zéro dans le cas des mouvements de dépenses civiles. Les débats se sont aussi focalisés sur la structure des plans de relance et en particulier sur les performances comparées des baisses d'impôt et des dépenses supplémentaires. Même si ces dernières sont couramment jugées plus efficaces, certaines études [par exemple celle de David et Christina Romer (2009)] aboutissent à des conclusions inversées.

Les estimations appuyées sur des analyses purement statistiques (VAR ou formes réduites) apportent aussi une certaine lumière sur les effets de la politique discrétionnaire. Un travail du FMI [Briec Montfort (2009)] entrepris sur ces bases pour la France, situe le multiplicateur des dépenses publiques, un an après une impulsion, entre 0,40 et 0,62, avec des multiplicateurs de baisse d'impôts quasiment nuls. Faut-il encore admettre que ces chiffres, établis à l'aide d'un VAR structurel calculé sur la période 1978-2007, sont appropriés à l'épisode 2009-2010, ce qui pose un problème de stabilité proche de la fameuse "critique de Lucas" ; de plus, nous manquons encore de recul pour apprécier en entier la séquence temporelle des effets observés, alors que les programmes envisagés en 2009 ne sont pas encore complètement achevés et dans certains cas (USA par exemple) ne le seront probablement jamais.

De fait, comme dans bien d'autres pays, les "paquets budgétaires" n'ont été mis en œuvre qu'avec un certain retard, renouvelant ainsi les doutes sur la possibilité pratique de réagir assez rapidement aux menaces de récession en utilisant cet outil. Glenn Hubbard (2009) signale que sur le total du plan de relance américain d'Obama, dénommé ARRA (American Recovery and Reinvestment Act) et prévu à 787 milliards de dollars, seuls 21 milliards ont été réalisés durant l'année fiscale 2009 ; la relance française de la même époque a aussi été mise en œuvre avec un délai important. De toute évidence l'arrêt de la récession et le début de reprise de l'été 2009 ne leur doivent rien, sauf peut être à considérer leur impact psychologique et naturellement les dispositions destinées à bloquer la crise bancaire.

### **Un test en vraie grandeur**

Seules certaines actions du gouvernement US, bien délimitées en temps et en intensité ont fait l'objet d'une évaluation *a posteriori* permettant de juger de leur efficacité. Nous insistons sur le travail effectué par John B Taylor et quelques autres auteurs américains pour mesurer l'effet des mesures prises au printemps 2008 par l'Administration Bush. Il s'agissait de remises d'impôt et autres allocations aux personnes d'un montant total de plus de 100 milliards de dollars, distribuées à près de 130 millions de bénéficiaires. Une forte augmentation de leur revenu disponible apparaît sur le Graphique 3 ci dessous au milieu de l'année 2008. La réaction de la consommation des ménages est quasiment nulle, ce qui met en cause l'existence même d'un effet multiplicateur. Le "paquet" de 2009 (Obama) aurait eu un impact un peu supérieur mais surtout dû aux mesures de "prime à la casse".

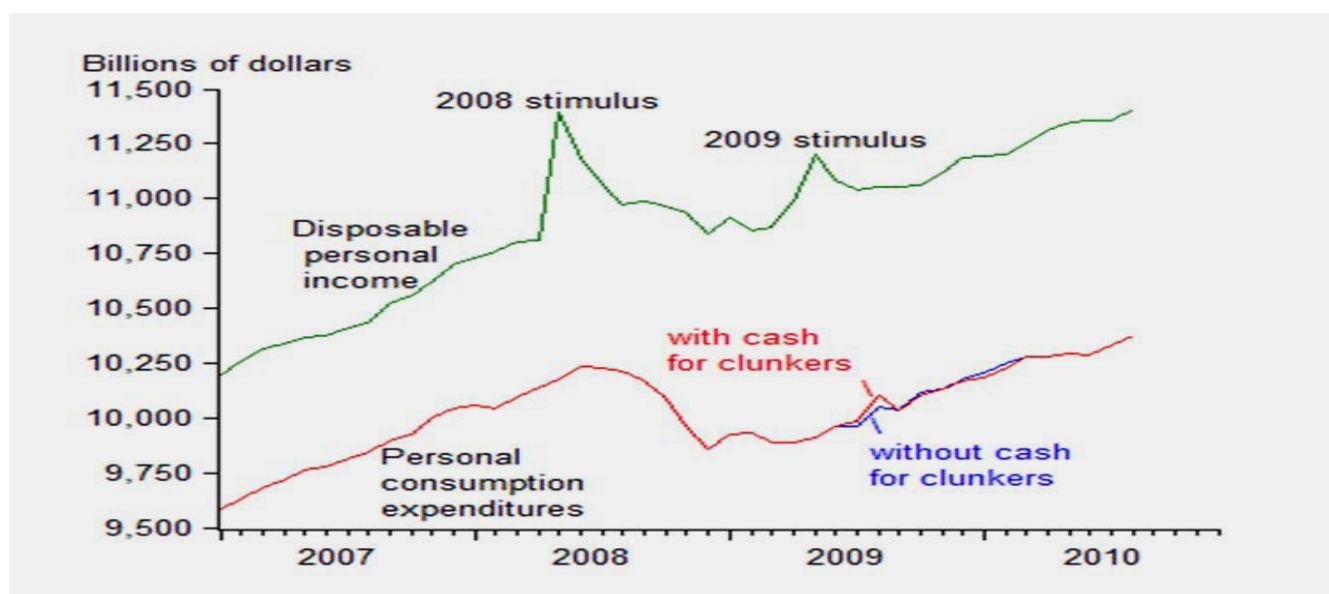
La théorie néoricardienne peut donner l'explication de cet échec de la politique budgétaire de relèvement du revenu disponible par des baisses d'impôts. Dans cette expérience de 2008, on dispose aussi des résultats des sondages que rapportent Matthew Shapiro et Joël Slemrod (2009). Les bénéficiaires ayant été interrogés, il ressort qu'environ 20% d'entre eux envisageaient d'accroître leur consommation tandis que les 80 % restants s'apprêtaient à épargner le montant ou à l'utiliser pour se désendetter. Ce type de comportement est compatible avec l'idée que les perspectives de dépenses des consommateurs

(ici américains) dépendent fortement de leur richesse nette anticipée laissée inchangée par ce type d'action budgétaire.

On pourrait rétorquer qu'à défaut de provoquer une reprise immédiate de la consommation et des affaires, une telle politique assure un effet bénéfique de restauration des bilans des ménages et facilite la remise en ordre ultérieure nécessaire. Encore faudrait-il alors peser ce qui est ainsi gagné du côté des agents privés et ce qui est perdu du côté public par l'alourdissement correspondant de la dette.

### **Graphique 3** Impact des remises d'impôt sur le revenu disponible et la consommation aux Etats-Unis

[Source John B Taylor(2010)]



En ce qui concerne les dépenses supplémentaires prévues par le plan de 2009, Robert Barro (2010) consent à envisager un impact positif global sur le PIB de l'ordre de 300 milliards étalé sur les années 2009 et 2010. Ceci correspondrait à un multiplicateur moyen de 0,5 (les dépenses envisagées s'élevant à 600 milliards), c'est à dire aussi à un effet d'éviction des dépenses privées de la moitié du stimulus. Mais l'histoire ne s'arrête pas là car la nécessité de financer ce stimulus par des impôts supplémentaires au cours des années suivantes conduit à envisager des conséquences négatives importantes sur les valeurs du PIB après 2010. Ce phénomène d'influences successivement positives puis négatives est d'ailleurs observé de façon assez générale [voir par exemple le "côté obscur" de la politique budgétaire décrit par Holger Strulik et Timo Trimborn (2011)].

Il serait certainement présomptueux de généraliser le scepticisme à l'égard de l'efficacité de la politique budgétaire discrétionnaire à partir de l'étude de la seule politique américaine. Pourtant, il n'y a pas de signe inverse de succès marqué de ce type d'actions. **Les théories budgétaires d'avant la crise n'ont pas reçu de démenti éclatant de l'une quelconque des expériences tentées et les deux principes exprimés au départ restent d'actualité.** Les effets d'éviction, le rôle des anticipations, l'effet contrariant des dettes publiques trop vite accumulées sont des raisons plausibles de l'influence modeste des politiques budgétaires. Néanmoins, cette conclusion n'est pas définitive et c'est sans doute

dans le domaine de la politique budgétaire que les études rétrospectives menées dans un proche avenir, notamment pour apprécier *a posteriori* les impacts des politiques mises en œuvre pendant la crise, devrait apporter le plus d'informations nouvelles.

### **(5) Zone Euro : un problème, la politique monétaire ; une solution, la politique budgétaire ?**

Un groupe de pays de la Zone Euro (Grèce, Irlande, Portugal, Espagne) rassemble les économies qui s'avèrent actuellement les plus fragiles, celles aussi qu'affecte le plus la crise financière publique. A cet égard, la Banque Centrale Européenne doit être considérée comme responsable mais pas coupable.

**Responsable**, parce qu'elle a pratiqué une politique unique qui ne convenait manifestement pas aux pays faisant plus d'inflation que la moyenne et exhibant des "écart de production" positifs ou nuls. Une étude de Jim Lee et Patrick Mac Crowley (2009) cherche ainsi à évaluer les "stress" causés par la politique monétaire pour certains pays de la Zone Euro. Ils font d'abord observer que quatre pays, l'Irlande, l'Espagne, le Portugal et les Pays Bas ont connu des taux d'inflation de l'ordre du double des autres au cours des années 2001-2005. Dans ces conditions, les taux d'intérêt **réels** s'y sont trouvés près du zéro et souvent négatifs (selon Eurostat, en moyenne sur la période 1999-2007, les taux d'intérêt réels les plus bas de la zone ont été respectivement de 0,5% pour l'Irlande, 0,8% pour l'Espagne, 1% pour le Portugal, 1,1% pour la Grèce et 1,4% pour les Pays Bas contre 2,1% pour la France et 2,3% pour l'Allemagne et la Finlande par exemple) incitant du même coup à développer les crédits, l'endettement privé, les prises de risques financiers et nourrissant ainsi la bulle immobilière et l'hypertrophie bancaire. Se livrant ensuite à des simulations sur ce qu'aurait été une politique monétaire adaptée aux conjonctures particulières des pays de la zone les auteurs observent que de fortes différences existent entre ce qui a été effectivement décidé par la BCE et ce qu'aurait donné des calculs de "réactions de Taylor élargies" adaptées aux situations propres à chaque État. Une différence du même ordre existe entre la politique de la BCE et celles qu'auraient mené les divers pays s'ils avaient respecté leurs propre fonctions de réaction monétaire d'avant 1999. Seules échappent à ce constat la France et l'Allemagne, le cœur économique de la Zone dont la situation semble avoir servi de référence aux actions de la Banque Centrale Européenne. Au total, concluent les auteurs, parce que les économies de la Zone Euro ont connu des évolutions non synchronisées, les actions de la BCE, qui auraient pu être convenables pour l'ensemble, ont été trop laxistes pour les membres à forte croissance comme l'Irlande et la Grèce mais trop dures pour les pays en stagnation comme l'Italie.

**Pas coupable**, parce que la BCE ne pouvait faire autrement qu'elle n'a fait. Elle ne peut évidemment pas concilier une politique monétaire unique avec la diversité des situations conjoncturelles. Sont directement en cause ici les principes mêmes de création de la Zone Euro en l'absence de mécanismes correcteurs des disparités de croissance. Ajoutons que l'objectif souhaité de convergence des niveaux de vie au sein de la zone et plus généralement en Union Européenne conduit logiquement à accepter de telles disparités et se révèle donc peu compatible avec la conduite d'une politique monétaire unique. On connaît les difficultés à distinguer la croissance potentielle et l'expansion de la production à court terme, les poussées d'optimisme et spéculatives dues à la première ayant pour effet d'alimenter la seconde. Cet objectif implique aussi l'existence de déséquilibres extérieurs courants au sein du groupe de pays et la mise en mouvement durable de capitaux. Normalement, les économies les plus pauvres s'endettent tandis que les plus riches se lient financièrement à leur sort en leur accordant des crédits (actuellement, l'exposition des acteurs Allemands, Français ou Britanniques aux risques grecs, portugais ou irlandais en est le symptôme). C'est un des

aspects tardifs de la crise de 2007-2011 en Europe dont l'origine peut être attribuée à la politique monétaire et à la monnaie uniques.

Derrière ces constatations, figure la discussion que suscite la théorie des Zones Monétaires Optimales, initialement proposée par Robert Mundell. Comment réaliser l'ajustement relatif des diverses économies d'une zone, placées dans des situations conjoncturelles contrastées (éventuellement aggravées comme ci-dessus par la politique monétaire unique) en l'absence de variation des changes et d'autonomie de la politique monétaire ? Puisqu'à l'évidence la flexibilité et la mobilité du facteur travail ne sont pas suffisantes en Europe pour apporter la solution adéquate, il reste la possibilité que celle-ci soit fournie par les enchaînements de politique budgétaire, soit sous sa forme communautaire soit sous sa forme nationale indépendante. On sait depuis longtemps que le budget européen étant trop restreint pour fournir une "co-assurance" suffisante, seules les politiques nationales sont capables de donner une solution. Y sont-elles parvenues avant la crise et ont-elles permis de ressouder les conjonctures au cœur de celle-ci ? Tout indique que ce n'est pas le cas !

La politique budgétaire des pays gagnés par la surchauffe et la spéculation au cours des années 2002 à 2007 n'a pu les contrarier de façon significative. En fait, compte tenu des attitudes parallèles du secteur privé, la politique budgétaire s'est avérée insuffisamment ou pas du tout anticyclique. Ce constat est pertinent aux deux extrémités de la fourchette des conjonctures nationales.

Dans le cas des pays euphoriques à faible taux d'intérêt réel, la politique budgétaire discrétionnaire ne s'est pas montrée assez restrictive. Certes, dans des pays comme l'Espagne et l'Irlande, les comptes publics ont été équilibrés ou en excédent sous l'effet des stabilisateurs automatiques (fortes recettes d'impôt) mais cet effet n'a pas été suffisant pour effacer la progression de la demande et de la dette privées. D'autres pays comme la Grèce ou le Portugal ont connu des déficits publics déjà élevés, manifestant ainsi une orientation pro cyclique de la politique budgétaire. **Au total, si l'on prend comme critère (et éventuellement objectif) la valeur du déficit courant extérieur, celui-ci a atteint des niveaux très élevés indiquant soit l'ampleur de la désépargne publique soit une épargne publique insuffisante pour effacer l'endettement privé (lié en particulier aux bulles immobilières).**

Pour les pays en expansion lente, le raisonnement reste valable tout en s'inversant. Les pays du Nord de l'Europe (Allemagne et Pays-Bas par exemple) ont mené une politique budgétaire parfois expansionniste mais insuffisante compte tenu de la valeur élevée de l'épargne privée. Il en est résulté une situation d'excédents extérieurs permanents accompagnés d'une stagnation du PIB. Là encore, au delà de la stabilisation automatique, **les politiques budgétaires discrétionnaires se sont avérées trop timides pour corriger le déséquilibre relatif.**

**Ainsi, les politiques budgétaires prévalant avant la crise se sont avérées trop faibles ou carrément procycliques, s'interdisant ainsi de faciliter la convergence des conjonctures au sein de la Zone Euro.** S'y ajoute une conséquence néfaste supplémentaire pour certains pays, d'aucuns ayant ainsi accumulé des dettes publiques et extérieures dangereuses, les autres s'étant liés aux premiers en accumulant des créances et leur exposition aux risques bancaires ou souverains. Enfin, eussent-elles été correctement orientées et compte tenu des faibles multiplicateurs, les politiques budgétaires nationales n'auraient probablement pas eu la force nécessaire pour resserrer les rangs des économies de la Zone.

Une fois la crise déclenchée, les conjonctures durablement les plus déprimées ont été justement celles des pays euphoriques d'avant 2007. A l'inverse, l'Allemagne a pu bénéficier d'une reprise rapidement plus dynamique et d'un chômage plus faible. Clemente De Lucia (2011) signale qu'en ces temps de crise, **la dispersion des conjonctures s'est accentuée au sein de la Zone Euro.** Les pays qui auraient eu besoin de la politique budgétaire la plus expansionniste ont été ceux là mêmes qui ne pouvaient pratiquement plus la mettre en œuvre.



Dans ce contexte, on ne peut donc espérer des politiques budgétaires nationales un quelconque effet d'ajustement relatif. De Lucia se pose alors la question de savoir si la Zone Euro mérite bien le label de "Zone Monétaire Optimale".

Devant ce constat pessimiste quant au rôle rééquilibrant de la politique budgétaire, on pourrait faire valoir les efforts actuels de solidarité financière au profit des pays en difficulté. La mise en place de plans impliquant à la fois l'Union Européenne, le FMI et la BCE (la "Troïka") dans le cadre du FESF (appelé à devenir le MES, Mécanisme Européen de Stabilité) signifie bien une extension de la solidarité entre pays de la Zone avec pour but la réalisation des plans de sauvetage des finances publiques. Outre le fait que ces procédures ne sont pas assurées du succès, elles ne constituent pas en elles-mêmes un mécanisme d'ajustement relatif des économies appelées à former durablement une Zone Optimale. Les difficultés récurrentes de l'économie grecque sont là pour nous le rappeler en ce printemps 2011 où est mis en place à son intention un plan de financement complémentaire. On y chercherait en vain une raison d'espérer la reprise de l'économie grecque ou la reconquête de sa compétitivité, d'où la menace de plus en plus précise de retrait de la Grèce. Très certainement utiles, les mesures de sauvetage financier n'ont pas de rapport direct avec le rééquilibrage relatif indispensable. Cette question apparaît aussi très clairement dans le cas de l'Irlande, fortement incitée à renoncer à l'une de ses meilleures chances d'expansion (le faible taux de son impôt sur les sociétés) pour bénéficier pleinement des "largesses" financières européennes d'un plan de sauvetage plutôt subi que demandé. **Ainsi, les dispositifs de solidarité financière *a posteriori*, pas plus que les politiques budgétaires nationales, ne sont la solution aux problèmes de cohésion économique de la Zone Euro.**

## **(6) Zone Euro : autre problème, la politique budgétaire ; autre solution, la politique monétaire ?**

A partir de 2010, les regards se sont tournés vers les déficits des finances publiques et l'ampleur des dettes. Ce phénomène a touché tous les pays et se trouve conforme à ce que l'on savait des conséquences d'une crise économique "associée" à une crise bancaire. De l'étude menée par Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff (2009) il ressort en effet que les dettes publiques ont progressé en moyenne de 86 % pendant les trois ans suivant une crise financière au cours des divers épisodes historiques illustrant cette association (divers pays entre 1977 et 1998). La crise de 2008 ne fait pas exception à la règle ; les finances publiques européennes non plus ! En témoignent les chiffres du Tableau II ci dessous.

**Tableau II Dette publiques en pourcentages du PIB : Évolution entre 2007 et 2010**

	<u>FRA</u>	<u>ALL</u>	<u>ITA</u>	<u>POR</u>	<u>ESP</u>	<u>GRE</u>	<u>RU</u>	<u>IRL</u>	<u>PBA</u>	<u>USA</u>
<b>2007</b>	64	65	103	64	36	105	44	25	45	62
<b>2010</b>	83	76	119	83	64	140	80	97	65	92

Avant que le mouvement soit arrivé à son terme, on voit déjà la forte progression des dettes, certaines d'entre elles, en Espagne ou en Irlande par exemple, s'avérant très spectaculaires. Des craintes très vives pour la soutenabilité des politiques budgétaires en sont une conséquence naturelle, d'autant qu'après avoir fait preuve d'une grande discrétion (coupable ?) les marchés financiers et les agences de notation sont devenus brusquement hyper-réactifs aux situations risquées. L'évolution des dettes tombe d'autant plus mal qu'avec

la perspective du vieillissement de la population, les finances publiques des pays développés se plaçaient d'emblée dans une perspective de difficultés à long terme.

On a vu par ailleurs que l'augmentation des dettes a été généralement plus subie que voulue, soit sous l'effet des stabilisateurs automatiques soit sous la pression des nécessités du sauvetage du système bancaire mis à mal par la crise. On sait également que cette montée de l'endettement public est à l'origine d'une perte d'efficacité de la politique budgétaire conjoncturelle à cause des comportements "néoricardiens" ou "rationnels" des agents.

Quoiqu'il en soit, l'un des phénomènes majeurs apparus en Zone Euro (et pas seulement) depuis 2009, est l'accumulation de risques liés à la dette souveraine d'un certain nombre de pays membres, trois petits pays déjà sous les feux de l'actualité et deux ou trois autres pays plus grands susceptibles de s'y trouver bientôt. Les mécanismes du FESF et la rénovation du Pacte de Stabilité (MES) tentent ou vont tenter d'y faire face. Des voix s'élèvent pour prédire qu'ils n'y suffiront pas et que des restructurations de dettes sont devenues inévitables. Elles auront des effets de contagion dévastateurs, tant pour les États que pour les systèmes bancaires de l'Union Européenne et d'ailleurs (les dettes publiques étant largement détenues par des agents non résidents). Voici donc l'autre problème budgétaire dont nous avons à discuter ici.

Sans examiner toutes les facettes de ce nouveau problème et toutes ses solutions envisageables, nous cherchons à voir comment la politique monétaire pourrait s'y adapter au mieux. Si l'on recense les divers aspects de l'influence exercée par les banques centrales sur les politiques et grandeurs budgétaires, on peut en trouver principalement trois, chacun d'entre eux ayant été mis en lumière au moment de la crise récente. **Ces trois aspects ont en commun le laxisme des politiques monétaires concernées.**

(1)

Les politiques de baisse des taux d'intervention (politiques orthodoxes) entraînent de proche en proche la baisse de la gamme des taux et par conséquent aussi ceux des financements publics. La politique budgétaire en est facilitée à deux points de vue.

Tout d'abord, les sommes consacrées au service de la dette se réduisent, dans une mesure difficile à déterminer et variable selon les pays et la structure (par exemple taux fixes ou taux variables) de l'endettement public. L'abaissement des taux d'intervention en Europe depuis 2008 a entraîné un fort effet de ce type au profit des gouvernements engagés dans des déficits accrus et des dettes publiques élevées. Le point haut des taux des obligations d'État à 10 ans en Zone Euro se situe au troisième trimestre 2008 à 4,57 % ; le point bas apparaît au troisième trimestre 2010 à 3,45 %. Le mouvement s'est renversé ensuite sous l'effet de la crise financière publique de 2010 ; il diffère d'ailleurs d'un pays à l'autre selon les situations particulières, les taux étant continûment moins élevés en Allemagne et en France par exemple.

Ensuite, comme nous l'apprend le modèle simple IS-LM, le maintien des taux d'intérêt à un bas niveau concerne plus ou moins l'ensemble des taux pratiqués dans l'économie. Il contribue donc à minorer les effets d'éviction et à renforcer la valeur des multiplicateurs budgétaires et fiscaux en atténuant l'impact de la concurrence des emprunts publics et privés sur les marchés financiers. Cet effet a forcément joué en faveur de la relance durant ces années. S'y ajoute le fait qu'en soutenant la conjoncture, la politique monétaire expansionniste stimule les rentrées fiscales et réduit les déficits ex post par le jeu des stabilisateurs automatiques. La progression de la dette publique s'en voit ralentie d'autant.

Mais la poursuite d'une politique taux d'intérêt réels bas par la banque centrale n'est pas envisageable de façon permanente si elle prétend atteindre un objectif d'inflation lui-même fixé plutôt bas (la politique actuelle aux États-Unis est-elle une exception ?). Ceci nous repousse au point 3 ci-dessous.

(2)

Les mesures non orthodoxes prises par la BCE ou par d'autres banques centrales ont souvent consisté en achats de titres publics assortis de création de monnaie de base. Dans le cas européen, ces achats se sont principalement faits au profit des pays en difficulté budgétaire aiguë et pour des montants avoisinant 100 milliards d'euros. Cet effort a contribué à maintenir une certaine confiance et à réduire quelque peu les primes de risque demandées par les marchés pour prêter à ces pays. En agissant ainsi, la BCE a joué un rôle de sauveteur auquel les textes européens ne la prédisposaient pas. Nous avons vu à quel point l'implication de la BCE dans ce type de mesures pouvait s'avérer dangereuse et ne devrait pas perdurer au delà des périodes de crises aiguës. La BCE affirme vouloir effectivement s'en dégager !

(3)

Enfin, sur le long terme, une banque centrale facilite la soutenabilité des politiques budgétaires en tolérant une inflation plus forte et une progression plus rapide du revenu nominal. Ceci a pour effet mécanique de réduire le rapport de la dette publique au PIB, selon un enchaînement bien connu et fréquemment observé avant 1980. Face à des dettes publiques à valeur nominale inchangée, la hausse des prix réduit la valeur réelle des dettes. C'est un aspect qu'on associe souvent à l'idée de "répression financière", en particulier parce que cela "piège" les épargnants et les banques ayant fait confiance à l'État, par ce qu'il faut bien appeler une "restructuration rampante". Carmen Reinhart et Belen Sbrancia (2011) signalent en effet que la répression financière est plus efficace quand elle s'accompagne d'une bonne dose d'inflation. Dans ce cas, on observe assez souvent des intérêts réels négatifs. S'intéressant aux cas américain et britannique pour la période 1945-1980, ils évaluent à 3 à 4 points de PIB par an la réduction de dette publique obtenue par ce moyen.

Pour la Zone Euro, la politique monétaire aurait donc un attrait tout particulier pour les pays où la dette publique est exagérée (ce qui est la majorité des cas). **Ceci impliquerait que la BCE renonce à l'objectif de 2 % d'inflation et le porte à une valeur plus élevée.** C'est une proposition qui a été étudiée par des auteurs du FMI, Olivier Blanchard, Giovanni Dell'Ariccia et Paolo Mauro (2010) qui évoquent par exemple le passage à un objectif de 4 % pour les banques centrales. A vrai dire, leur préoccupation dans cet article était plutôt de donner de l'air à la politique monétaire dont les taux d'intervention nominaux sont susceptibles de se heurter à la limite zéro. A ce seuil, une perspective d'inflation de long terme de 4 % est plus susceptible de produire les taux anticipés d'intérêt réels négatifs requis par une situation de forte crise. **Faut-il reprendre cette proposition pour éroder les dettes publiques ? C'est une question à laquelle on ne devrait pas donner d'emblée une réponse négative.**

On le devrait d'autant moins qu'en considérant plus haut le problème d'ajustement relatif dans la Zone Euro, on a été frappé par l'absence de mécanisme rééquilibrant efficace. Comment faire pour qu'un pays moins compétitif, ne disposant plus d'une monnaie indépendante à dévaluer et subissant des coûts unitaires de production trop élevés (comme c'est actuellement le cas de beaucoup en Europe) puisse améliorer sa compétitivité relative? Quand l'on sait à quel point les salaires nominaux sont rigides à la baisse, il n'y a de chance d'assainissement que si les pays en cause peuvent envisager une évolution nominale (salaires et prix) positive mais significativement inférieure à celle de leurs voisins les mieux lotis. Ceci n'est possible que si la moyenne de ces mouvements au plan de la Zone est assez élevée ; l'objectif de 2 % n'offre manifestement pas une opportunité de fourchette assez ouverte.

Puisque l'ensemble des pays de la Zone Euro connaissent une progression inquiétante de leurs déficits extérieurs (hors Allemagne), une politique monétaire qui tiendrait compte du taux de change de l'euro serait sûrement l'un des moyens de redonner aux pays en difficulté un regain de compétitivité internationale. Les Etats-Unis et la Chine ne doivent pas être les seuls

à s'opposer à l'appréciation de leurs monnaies. En entretenant une préoccupation de ce type, la banque centrale ne contredirait nullement son nouvel objectif de maintenir le l'endettement national dans des limites raisonnables, bien au contraire. La recherche de moindres déficits extérieurs courants est dans la droite ligne des recommandations concernant la nécessité d'éviter les bulles d'endettement à moyen et long terme.

A cet autre problème que constitue la montée des déficits et des dettes publiques la politique monétaire de la BCE a les moyens d'apporter une solution facilitant de surcroît l'ajustement relatif au sein de la Zone Euro. Moins de rigueur dans la définition de l'objectif d'inflation, une attention plus grande à la valeur extérieure de l'euro, seraient les formes durables du laxisme monétaire destinées à huiler les rouages du dispositif économique et monétaire européen. **Sans s'engager complètement sur cette perspective, on peut néanmoins recommander de faire à nouveau le calcul comparé des coûts de l'inflation et de ceux des déséquilibres majeurs qu'exprime la crise profonde de la Zone.**

Bernard Landais

Mai 2011

## **Bibliographie**

**Adrian**, Tobias, **Estrella**, Arturo et **Hyun**, Song Shin (2010) : "Monetary Cycles, Financial Cycle and the Business Cycle", *FRB New York Staff Report* N°421, Janvier.

**Agur**, Itai et **Demertzis**, Maria : " Monetary Policy and Excessive Bank Risk Taking", Européan Banking Center, Tilburg, Mars.

**Arhend**, Rudiger (2008) : "Monetary Ease : A Factor behind Financial Crises ? Some Evidence from OECD Countries", *OECD Discussion Paper*, Décembre.

**Barro**, Robert (2010) : "The Stimulus Evidence One Year On", *The Wall Street Journal*, 23 Février.

**Blanchard**, Olivier, **Dell'Ariccia**, Giovanni et **Mauro**, Paolo : "Rethinking Macroeconomic Policy", *IMF Staff Position Note*, Février.

**Borio**, Claude et **Lowe**, Philip : "Asset Prices, Financial and Monetary Stability : Exploring the Nexus" *Bank of International Settlements, Working Paper* N°114.

**Cwik**, Tobias et **Wieland**, Volker (2010) : "Keynesian Government Spending Multipliers and Spillovers in the Euro Area" *ECB Working Paper* N°1267, Novembre.

**Debrun**, Xavier et **Kapoor**, Rhadika (2010) : "Fiscal Policy and Macroeconomic Stability : Automatic Stabilizers Work, Always and Everywhere", *IMF Working Paper* 10/111, Mai.

**De Lucia**, Clemente (2011) : "L'UEM, zone monétaire optimale ?", *Eco Conjoncture*, BNP Paribas, Mars.

**Diamond**, Douglas et **Rajan**, Raghuram (2009) : "The Credit Crisis : Conjectures about Causes and Remedies", *NBER Working Papers*, Février.

**Dolls**, Mathias, **Fuest**, Clemense et **Peichl**, Andreas (2010) : "Automatic Stabilizers and Economic Crisis : US versus Europe", *CGS Working Paper*, Cologne, Juillet.

**Fatas**, Antonio et **Mihov**, Ilian (2009) : "The Euro and Fiscal Policy", *NBER* Février.

**Gali**, Jordi (2010) : "The Monetary Pillar and the Great Financial Crisis", *CREI WP*, Juin.

**Howells**, Peter et **Biefang-Frisancho Mariscal**, Iris (2010) : "Recent Developments in Monetary Policy", Center for Global Finance, *University of Bristol Working Papers*.

**Hubbard**, Glenn (2009) : Comment on "Activist Fiscal Policy to Stabilize Economic Activity" Alan **Auerbach** & William **Gale**, *Brookings Papers on Economic Activity*, Juillet

**Landais**, Bernard (2009) : Perspectives de politique de croissance : retour sur le lien national entre l'épargne et l'investissement", in "Mélanges en hommage à Jean-Claude Dischamps", Bibliotheca, Université Valahia de Targoviste.

**Landais**, Bernard (2010) : "The Monetary Origins of the Economic and Financial Crisis", *Journal of Applied Economic Sciences*, Automne.

**Lee**, Jim et **Mc Crowley**, Patrick (2009) : " Evaluating the Stresses from ECB Monetary Policy in the Euro Area", *Bank of Finland Research Discussion Papers*, Novembre.

**Mishkin**, Frederic (2009) : "Is Monetary Policy Effective During Financial Crises ?", NBER Working Paper N°14678, Janvier.

**Mishkin**, Frederic (2010) : "Monetary Policy Strategy : Lessons from the Crisis", *ECB Central Banking Conference*, 18-19 Novembre 2010.

**Montfort**, Brieuc (2009) : "Countercyclical Stimulus and Long Term Sustainability : Insights from a Fiscal SVAR for France", *Rapport du FMI sur la France*, Juillet.

**Proutat**, Jean-Luc (2011) : "L'UEM priée de serrer les rangs", *Eco et Conjoncture*, BNP Paribas, Janvier.

**Reinhart**, Carmen et **Rogoff**, Kenneth (2009) : "This Time is Different : Eight Centuries of Financial Folly", *Princeton University Press*, Octobre.

**Reinhart**, Carmen et **Sbranta**, Belen (2011) : "The Liquidation of Government Debt" Peterson Institute for International Economics, *Working Paper* N° 11-10, Avril.

**Romer**, David et **Romer**, Christina (2009) : "The Macroeconomic Effect of Tax changes", *UCB*, Non publié, Avril.

**Schularick**, Moritz et **Taylor**, Alan (2009) : "Credit Booms Gone Bust : Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008", *NBER Working Paper* N°15512.

**Shapiro**, Mathew et **Slemrod**, Joë (2009) : "Did the 2008 Tax Rebates Stimulate Spending ?" *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Mai.

**Strulik**, Holger et **Trimborn**, Timo (2011) : "The Dark Side of Fiscal Stimulus", *Hannover Working Papers*, Février.

**Taylor**, John B (2009) : "The Financial Crisis and the Policy Responses : An Empirical Analysis of What Went Wrong" *NBER Working Paper*, Janvier.

**Taylor**, John B (2010) : "Swings in the Rule-Discretion Balance", *Conference*, Novembre.

**Trehan**, Bahrat (2009) : "Predicting Crises, Part I : Do Coming Crises Cast their Shadows Before ?", *FRB San Francisco Economic Letter* .

**Trichet**, Jean-Claude (2010) : "Speech" at the Symposium on "Macroeconomic Challenges : the Decade Ahead", Jackson Hole, Wyoming, 27 Août.

**Wheelock**, David et **Wohar**, Mark (2009) : "Can the Term Spread Predict Output Growth and Recessions ? A Survey of the Literature", *FRB Saint Louis Review*, Vol 94, N°5.

**White**, William (2006) : "Is Price Stability Enough ?" *BIS Working Paper* N°205, Avril.

